

建筑装饰

2017年03月30日

葛洲坝 (600068)

——优质运营类资产不断壮大，中国版 VINCI 扬帆起航

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司2016年实现净利润33.95亿元，同比增长26.55%，略高于我们的预期(25%)。**2016年公司实现营业收入1002.5亿元，同比增长21.9%，实现净利润33.95亿元，同比增长26.55%；其中Q1/Q2/Q3/Q4单季分别实现收入168.2亿/224.6亿/240.5亿/369.2亿，增速7.6%/23.3%/32.3%/22.0%，Q1/Q2/Q3/Q4单季分别实现净利润6.46亿/7.96亿/8.01亿/11.52，增速26.8%/6.7%/48.4%/29.8%。
- **环保业务收入利润大幅增加。**葛洲坝环嘉全年并表带动环保业务实现收入135.8亿元，同比大幅增长111.5%，其余子版块中投资/房地产/水泥/民爆收入贡献分别为18.0亿元/99.0亿元/55.5亿元/27.8亿元，同比增长16.02%/53.2%/8.1%/1.2%；按权益利润来计算，建筑(包含投资)贡献净利润24.34亿元，环保贡献净利润1.47亿元，同比大幅增长117%，地产亏损1.21亿元，水泥/民爆分别贡献利润6.98亿元/2.37亿元。
- **对标法国万喜，加大基础设施运营投资力度。**加大基础设施运营投资力度一直是公司战略发展的重点，2016年公司着重实现了交通、水务和能源三个平台的打造：**在交通板块**，2016年公司组建了专业的高速公路管理公司管理高速公路资产，目前拥有高速公路总里程达到937公里，同比增长108%，其中已运营里程452公里，在建里程485公里；**在水务板块**，2016年公司投运和在建的水处理项目达到240万吨/日，同比大幅增长357%；**在能源板块**，收购巴基斯坦SK水电站的投资开发权，加大能源投资运营开拓。
- **海外投资再获突破。**公司投资4.57亿巴西雷亚尔(约1.57亿美元)收购AG公司与CC公司股权共同持有的巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司100%股权，以获取与巴西圣保罗圣诺伦索供水项目相关的特许经营权，此次收购符合公司海外投资发展方向，将有助于拓展美洲PPP项目投资和工程承包市场。
- **四季度新签订单大幅增长助力全年订单实现反转。**2016年公司新签合同额人民币2135.99亿元，比去年同期增长17.62%，新签国内工程合同额人民币1430.37亿元，比去年同期增长27.62%；新签国际工程合同额折合人民币705.62亿元，比去年同期增长1.51%。四季度新签订单大幅增加成功助力全年订单实现反转，其中国内订单增长27.62%超预期，给未来业绩增长提供充足保障。
- **收入增加带来费用控制规模效应显现，政府税收返还影响公司净利率提升0.3个百分点。**受“营改增”的全面实施核算口径发生变化影响，公司综合毛利率较去年同期下滑0.96个百分点至13.05%，环保业务运输费和房地产企业委托代销手续费增长致销售费用率提升0.18个百分点至1.01%，但是由于收入规模扩大带来费用控制的规模效应显现，公司管理费用率下降了0.24个百分点至4.38%，资产减值损失/营业收入比重下降0.2个百分点；公司营业税金及附加/营业收入比例下降1.11个百分点至1.21%，综合影响公司净利率提升0.3个百分点至4.47%。
- **公司经营现金流净额较去年同期少流出13.2亿元。**2016年公司经营活动产生的现金流量净额-34.3亿元，较上年同期少流出13.2亿元；收现比84.6%，同比提升4.6个百分点；付现比89.8%，较去年同期提升4.6个百分点，公司房地产售楼款增加，预收款较去年同期增加19.4亿元，应收账款较去年同期增加4.4亿元，显示出公司积极实施现金流管理规划取得了较好成效。
- **PPP投资运营+环保+一带一路是公司未来成长主线：(1)一带一路市场布局全面，海外业务开花结果。**公司较早的进行海外业务开拓，在央企序列中海外订单占比超过30%，收入占比接近20%均排在前列，特别是在“一带一路”沿线国家拥有33个分支机构，辐射57个国家别市场，渠道优势明显。2016年公司实现了巴基斯坦、埃及、孟加拉等一批重点项目签约，国际市场签约取得突出成绩，未来有望凭借出众的渠道优势实现海外项目的不断落地。(2) **公司对PPP业务的理解、操作和把控认识深刻，已经成长为国内央企中开展PPP业务的标杆企业。**公司较早的认识到了PPP模式的战略机遇，凭借央企背景所带来的谈判、融资等诸多优势对市场上的大量项目进行了跟踪和筛选，2016年全年新签PPP项目签约总金额719亿元，同比增长30%，并且PPP项目占国内新签合同的比重首次超过50%，成为公司建筑业务开展的最主要形式。(3) **布局大环保产业，成长路径清晰。**2014年开始葛洲坝开启环保转型大幕，公司以绿园科技为环保运营平台布局废品分类回收及深加工，2016年大连环嘉新设立6家分公司，同时新设立葛洲坝兴业再生资源有限公司，环保业务范围拓展到华中地区，未来还将在其他地区展开布局，并将进一步挖掘固废深加工的利润空间。
- **上调盈利预测，维持“增持”评级：**公司在手订单充裕，项目执行加速，上调公司17-18年盈利预测，预计公司17年-19年净利润分别为43.32亿/54.61亿/68.56亿(原值17-18年净利润40.53亿/50.88亿)，增速分别为28%/26%/26%；对应PE分别为13X/10X/8X。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,275	100,254	119,873	144,926	174,107
同比增长率(%)	14.90	21.85	19.57	20.90	20.14
净利润(百万元)	2,683	3,395	4,332	5,461	6,856
同比增长率(%)	17.32	26.55	27.59	26.06	25.54
每股收益(元/股)	0.58	0.74	0.94	1.19	1.49
毛利率(%)	14.0	13.1	13.2	13.5	13.5
ROE(%)	13.3	8.8	16.9	17.6	18.1
市盈率	21	16	13	10	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

市场数据： 2017年03月29日

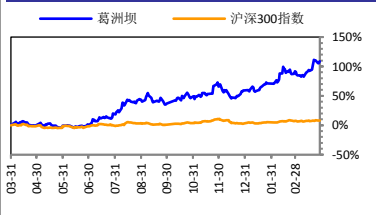
收盘价(元)	12.07
一年内最高/最低(元)	12.58/5.61
市净率	1.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	55580
上证指数/深证成指	3241.31 / 10520.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年12月31日

每股净资产(元)	8.37
资产负债率%	67.64
总股本/流通A股(百万)	4605/4605
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《葛洲坝(600068)点评：国内订单增长超预期，混改助力业绩快速增长》2017/01/17
《迎接PPP时代到来，把握基建供给侧改革机遇——PPP投资策略分析(PPT)》2016/11/22

证券分析师

李杨 A0230516080004
liyong@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lizy@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818x7373
lizy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	71,605	82,275	100,254	119,873	144,926	174,107
营业收入同比增长率 (yoy)	20.29%	14.90%	21.85%	-	-	-
减: 营业成本	61,389	70,745	87,167	104,073	125,290	150,638
毛利率 (%)	14.27%	14.01%	13.05%	13.20%	13.50%	13.50%
减: 营业税金及附加	1,927	1,911	1,210	1,438	1,739	2,089
主营业务利润	8,289	9,619	11,877	-	-	-
主营业务利润率 (%)	11.58%	11.69%	11.85%	-	-	-
减: 销售费用	605	681	1,013	1,211	1,465	1,760
减: 管理费用	3,124	3,798	4,390	5,155	6,087	7,313
减: 财务费用	1,285	1,402	2,098	1,970	2,540	2,224
经营性利润	3,275	3,739	4,375	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	40.92%	14.16%	17.03%	-	-	-
经营性利润率 (%)	4.57%	4.54%	4.36%	-	-	-
减: 资产减值损失	67	14	0	86	106	98
加: 投资收益及其他	248	313	191	202	222	232
营业利润	3,542	3,996	4,561	6,154	7,911	10,217
加: 营业外净收入	363	403	1,112	939	1,038	1,030
利润总额	3,905	4,398	5,673	7,093	8,949	11,246
减: 所得税	945	967	1,194	1,378	1,745	2,203
净利润	2,960	3,431	4,479	5,715	7,204	9,044
少数股东损益	673	748	1,084	1,383	1,743	2,188
归属于母公司所有者的净利润	2,287	2,683	3,395	4,332	5,461	6,856
净利润同比增长率 (yoy)	44.31%	17.32%	26.55%	-	-	-
全面摊薄总股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
每股收益 (元)	0.53	0.58	0.69	0.94	1.19	1.49
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.19%	3.26%	3.39%	-	-	-
ROE	11.03%	13.26%	8.81%	16.90%	17.60%	18.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。